SR Research Report
2014/5/15

多摩川ホールディングス（6838）

当レポートは、掲載企業のご依頼により弊社が作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。ブルームバーグ端末経由でも受け付けております。

目次

直近更新内容 4
概略 4
業績動向 8
事業内容 11
事業 11
市場とバリューチェーン 23
経営戦略 32
過去の業績 33
損益計算書 37
貸借対照表 40
キャッシュフロー計算書 42
その他情報 44
沿革 44
ニュース＆トピックス 45
その他 45
大株主 46
企業概要 47

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

損益計算書	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期	15年3月期
（百万円）	連結	連結	連結	連結	連結	会予
売上高	**2,803**	**2,640**	**3,106**	**3,672**	**4,171**	**4,534**
前年比	-34.8%	-5.8%	17.7%	18.2%	13.6%	8.7%
売上総利益	**392**	**326**	**590**	**1,049**	**1,198**	
前年比	-58.8%	-16.8%	81.1%	77.8%	14.3%	
売上総利益率	14.0%	12.3%	19.0%	28.6%	28.7%	
営業利益	**-227**	**-286**	**-30**	**373**	**477**	**506**
前年比	-	-	-	-	27.8%	6.0%
営業利益率	-8.1%	-10.8%	-1.0%	10.2%	11.4%	11.2%
経常利益	**-224**	**-284**	**-24**	**375**	**478**	**489**
前年比	-	-	-	-	27.6%	2.2%
経常利益率	-8.0%	-10.8%	-0.8%	10.2%	11.5%	10.8%
当期純利益	**-570**	**-351**	**-37**	**340**	**436**	**450**
前年比	-	-	-	-	28.5%	3.1%
利益率	-20.3%	-13.3%	-1.2%	9.3%	10.5%	9.9%
一株当たりデータ						
期末発行済株式数（千株）	6,774	6,774	6,774	10,753	41,259	
EPS	-35.1	-17.8	-1.9	15.7	11.7	10.9
EPS （潜在株式調整後）	-	-	-	14.8	10.6	
DPS	-	-	-	-	-	1.0
BPS	58.9	40.6	38.6	54.3	64.8	
貸借対照表 （百万円）						
現金・預金・有価証券	665	493	56	390	1,764	
流動資産合計	**1,918**	**1,530**	**1,293**	**2,114**	**3,421**	
有形固定資産	295	205	133	564	718	
投資その他の資産計	89	30	18	27	38	
無形固定資産	39	-	-	1	31	
資産合計	**2,341**	**1,766**	**1,445**	**2,709**	**4,210**	
買掛金	443	430	364	386	474	
短期有利子負債	433	203	30	40	323	
流動負債合計	**1,026**	**884**	**598**	**708**	**1,130**	
長期有利子負債	67	-	-	151	294	
固定負債合計	**153**	**83**	**85**	**251**	**442**	
負債合計	**1,179**	**967**	**683**	**959**	**1,572**	
純資産合計	**1,162**	**799**	**761**	**1,751**	**2,638**	
有利子負債（短期及び長期）	500	203	30	192	618	
キャッシュフロー計算書 （百万円）						
営業活動によるキャッシュフロー	-1	68	-332	36	764	
投資活動によるキャッシュフロー	12	93	77	-454	-265	
財務活動によるキャッシュフロー	-82	-299	-168	783	875	
財務指標						
総資産利益率（ＲＯＡ）	-21.3%	-17.1%	-2.3%	16.4%	12.6%	
自己資本純利益率（ＲＯＥ）	-43.4%	-35.8%	-4.7%	27.1%	19.9%	
純資産比率	49.6%	45.3%	52.7%	64.6%	62.7%	

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

直近更新内容

概略

2014 年 5 月 15 日、株式会社多摩川ホールディングスは、リースによる固定資産（メガソーラー発電設備）の取得について発表した。
（リリース文へのリンクはこちら）

同社は、同社子会社が千葉県館山市で建設計画を進めてきた出力約 2 ガワット規模の太陽光発電システム一式（リース料総額 901 百万円）をリコーリース株式会社とのリース契約の締結により取得・建設することを決議した。

千葉県館山市メガソーラー発電所の概要
発電能力：1,999kW
売電価格（20 年間固定）：42 円/kWh
売電収入（推定）： 約 9,500 万円/年 20 年間累計約 18 億 6,000 万円
営業利益（推定）： 約 4,500 万円/年 20 年間累計約 9 億 5,000 万円
運転開始予定日： 2015 年 2 月末日予定

2014 年 5 月 13 日、同社は、2014 年 3 月期通期決算を発表した。

（決算短信へのリンクはこちら、詳細は 2014 年 3 月期通期決算項目を参照）

2014 年 5 月 8 日、同社は、業務資本提携契約の締結、第三者割当による新株予約権の発行を発表した。

（リリース文へのリンクはこちら）

同社は、伊勢彦信氏（以下「伊勢氏」という。）並びにリーテイルブランディング株式会社（以下「リーテイル社」という。）及びリーテイル社の代表取締役社長である秋元之浩氏（以下「秋元氏」という。）との間で業務資本提携契約の締結及び第三者割当による新株予約権の発行を行うことを決定した。

同社によれば、伊勢氏が代表取締役会長兼社長を務めるイセ食品株式会社（以下「イセ食品社」という。）並びに伊勢氏及びイセ食品社と資本関係及び人的関係のある会社（イセ食品社と合わせて、以下「イセ食品グループ」と総称する。）は、太陽光発電設備を設置可能な土地を保有している（1 kWh 当たりの売電価格 36 円として申請し、既に経済産業大臣より再生可能エネルギー発電設備の認定を受け、各電力会社に対して売電に係る申請が完了している土地が 10 県 27 箇所地積合計で最大 1,419,964 ㎡。太陽光発電設備として最大 76.5 メガワ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

ット相当の発電施設建設が見込まれる。また、１kWh 当たりの売電価格 32 円として経済産業大臣に対し上記認定を申請中の土地も 30 箇所ある）という。

これらの土地で、伊勢氏、リーテイル社、及びリーテイル社子会社のアールビー・フーズ株式会社（以下「アールビー社」という。）により、太陽光発電事業を行う法人として 2014 年 4 月に設立された ISE パワー株式会社（「ISE パワー社」という。）の発行済株式総数のうちアールビー社の所有する 210 株（議決権所有割合の 35%）を 2014 年５月 29 日付で同社がアールビー社から買い取り、伊勢氏及びリーテイル社と共同で ISE パワー社の株主となり、ISE パワー社において共同で太陽光発電所事業を行う。

伊勢氏は、イセ食品グループを通じて当該事業に必要な用地を ISE パワー社に対して提供する。リーテイル社は、太陽光発電所事業に必要な再生可能エネルギー発電設備の認定の通知を経済産業大臣より受けているが、当該認定における発電事業者名を ISE パワー社に変更する。同社は、太陽光発電所事業に係る経験と知見を ISE パワー社に対して提供することにより、共同事業に貢献する予定である。現状の建設計画として、2015 年３月末までに 8.5 メガワット相当、2016 年５月末までに 68 メガワット相当の工事完成を目標としている。

同社によれば、当該共同事業において太陽光発電施設を建設することにより、ISE パワー社が得られる１メガワット当たりの標準の収益等の予測は以下の通りである。

	ISE パワー社での共同事業において必要となる総資金のうち、ISE パワー社が 70%を外部の金融機関等から借入れ、30%を自己資金により調達した場合	ISE パワー社での共同事業において必要となる総資金のうち、ISE パワー社が 80%を外部の金融機関等から借入れ、20%を自己資金により調達した場合	ISE パワー社での共同事業において必要となる総資金のうち、ISE パワー社が 90%を外部の金融機関等からの借入れ、10%を自己資金により調達した場合
自己資金金額	97,500,000 円	65,000,000 円	32,500,000 円
ISE パワー社の売上高（20 年間累計）	763,000,000 円	763,000,000 円	763,000,000 円
ISE パワー社の経常利益（20 年間累計）	233,000,000 円	227,000,000 円	221,000,000 円
ISE パワー社の経常利益率	30.6%	29.8%	28.97%
ISE パワー社の純キャッシュ獲得額 （20 年間累計）	330,000,000 円	290,000,000 円	250,000,000 円

(注)上記数値は１kWh 当たりの売電価格を 36 円と想定し、総建設コストは１メガワット当たり 325,000,000 円を想定している。また、ISE パワー社の自己資金には、伊勢氏、リーテイル社、同社からの出資または融資を含む。ISE パワー社の自己資金金額以外の資金は金融機関等からの借入調達で、借入期間 15 年、金利 2.5%を想定し、算定している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

また、同社は、共同事業を行うための資金調達として、伊勢氏および秋元氏に対して、新株予約権を割り当てる。伊勢氏および秋元氏は、太陽光発電所事業の進捗状況に応じて、新株予約権を行使し、同社は当該資金を太陽光発電所事業に充当する予定である。

新株予約権発行の概要

割当日	：	2014 年 5 月 29 日
新株予約権の総数	：	14,439 個（新株予約権 1 個当たり 1,000 株）
発行価額	：	新株予約権 1 個当たり 7,918 円（総額 114,328,002 円）
当該発行による潜在株式数	：	14,439,000 株（2014 年 3 月 31 日現在の発行済株式総数に対して 35.0%）
調達資金の額	：	4,648,174,002 円（差引手取概算額：4,622,174,002）
行使価額	：	1 株あたり 314 円
割当予定先	：	伊勢　彦信　12,377 個
	：	秋元　之浩　2,062 個

当該新株予約権は、行使価額の修正条項はなく、交付株式数は一定である（行使価額の調整により調整を行う際には行使価額および交付株式数が調整される場合はある）。

調達する資金の具体的な使途及び支出予定時期

具体的な使途	金額	支出予定時期
アールビー社から譲り受ける、ISE パワー社株式に係る対価	10,500,000 円	2014 年 5 月 29 日
ISE パワー社に対する共同事業のための出資又は貸付けのための資金	4,611,674,002 円	2014 年 6 月から 2017 年 5 月までを目処に投資案件の進捗に応じて

同社は、ISE パワー社株式の取得後の差引手取金額の残額（4,622,174,002 円）を ISE パワー社に対する出資または貸付けにより拠出する。ISE パワー社は、当該資金を、共同事業における太陽光発電所の建設のためイセ食品グループから借り受けまたは地上権の設定を受ける土地の利用対価（賃料または地上権設定に対する地代）、並びに太陽光発電所設備に関するモジュール・架台代金、工事代金、電気設備、構築物及びその他経費等に充当する予定である。同社によれば、概算投資計画は以下の通りである。

ISE パワー社における資金の使途	ISE パワー社に対する同社の出資または貸付金額内訳（予定）
モジュール・架台・電気設備代金	約 3,200,000,000 円
工事代金	約 750,000,000 円
構築物及びその他経費(土地利用対価)等	約 640,000,000 円
合 計	4,611,674,002 円

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同日、同社は、ISE パワー株式会社の株式取得（持分法適用会社化）を発表した。

（リリース文へのリンクはこちら）

異動する持分法適用会社の概要、取得株式数・取得価格および異動後の所有株式数

商号：ISE パワー株式会社
設立年月：2014 年 4 月 3 日
事業内容：再生可能エネルギーによる発電及び売電に関する事業等
資本金：30,000,000 円
取得株式数：210 株
取得価格：10,500,000 円（1 株あたり 50,000 円）
異動後の所有株式数：210 株（議決権所有割合：35.0%）
株式譲渡実行日：2014 年 5 月 29 日（予定）

3 ヵ月以上経過した会社発表はニュース&トピックスへ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

業績動向

四半期業績動向

四半期業績推移	13年3月期				14年3月期				14年3月期	
（百万円）	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	（達成率）	通期会予
売上高	738	852	950	1,131	914	906	918	1,433	92.6%	4,504
前年比	49.0%	40.7%	-4.4%	11.8%	23.9%	6.3%	-3.4%	26.7%		22.7%
売上総利益	168	235	334	312	253	293	301	350		
前年比	68.7%	71.7%	92.2%	73.6%	51.0%	24.7%	-9.6%	12.2%		
売上総利益率	22.7%	27.6%	35.1%	27.6%	27.7%	32.4%	32.8%	24.4%		
販管費	149	160	175	191	164	167	200	190		
前年比	9.5%	13.1%	-2.5%	17.8%	10.2%	4.5%	14.1%	-0.7%		
売上高販管費比率	20.2%	18.8%	18.5%	16.9%	17.9%	18.5%	21.8%	13.2%		
営業利益	19	75	158	121	89	126	101	161	96.8%	493
前年比	-	-	-	581.8%	371.9%	68.0%	-35.9%	32.5%		32.0%
営業利益率	2.6%	8.8%	16.7%	10.7%	9.8%	13.9%	11.0%	11.2%		10.9%
経常利益	10	73	158	134	95	124	100	159	98.0%	488
前年比	-	-	-	563.1%	847.7%	69.1%	-36.6%	19.1%		30.2%
経常利益率	1.4%	8.6%	16.6%	11.8%	10.4%	13.7%	10.9%	11.1%		10.8%
当期純利益	9	83	156	92	90	101	114	131	97.2%	449
前年比	-	-	-	415.9%	939.0%	22.0%	-26.8%	42.6%		32.1%
当期純利益率	1.2%	9.7%	16.5%	8.1%	9.8%	11.1%	12.5%	9.2%		10.0%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2014 年 3 月期通期実績

売上高は、4,171 百万円（前期比 13.6%増）となった。利益面では、営業利益 477 百万円（前期比 27.8%増）、経常利益 478 百万円（同 27.6%増）、当期純利益 436 百万円（同 28.5%増）となった。

セグメント別の業績は、以下の通りである。

電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備投資の増加や防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資増加傾向から、受注高は 3,495 百万円（前期比 7.3%増）、売上高は 3,233 百万円（同 2.5%増）となった。継続的な改善活動の成果からセグメント利益は 480 百万円（同 28.1%増）となった。

太陽光システム販売事業

「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことにより、受注高は 845 百万円（前期比 27.3%増）、売上高は 890 百万円（同 83.0%増）、セグメント利益は 54 百万円（同 5.5%減）となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

太陽光発電所事業

当第 3 四半期連結累計期間において、山口県下関市において建設を進めてきたメガソーラー発電所が完成したことにより売電が開始され、当該発電所における売電収入が 2013 年 7 月から計上された。その他の太陽光発電所案件の初期費用等が先行したことにより、売上高 51 百万円（前期は売上高計上なし）、セグメント損失は 19 百万円（前期はセグメント損失 12 百万円）となった。

過去の四半期実績と通期実績は、過去の業績を参照

2015 年 3 月期の見通し

	14年3月期			15年3月期会社予想		
（百万円）	上期	下期	通期	上期	下期	通期
売上高	**1,820**	**2,351**	**4,171**	**2,092**	**2,442**	**4,534**
売上原価	1,274	1,699	2,973			
売上総利益	**547**	**652**	**1,198**			
売上総利益率	30.0%	27.7%	28.7%			
販売費及び一般管理費	332	390	721			
売上高販管費比率	18.2%	16.6%	17.3%			
営業利益	**215**	**262**	**477**	**201**	**305**	**506**
営業利益率	11.8%	11.1%	11.4%	9.6%	12.5%	11.2%
経常利益	**219**	**259**	**478**	**196**	**293**	**489**
経常利益率	12.0%	11.0%	11.5%	9.4%	12.0%	10.8%
当期純利益	**191**	**246**	**436**	**128**	**322**	**450**
純利益率	10.5%	10.5%	10.5%	6.1%	13.2%	9.9%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2015 年 3 月期通期会社予想は、売上高 4,534 百万円（前期比 8.7%増）、営業利益 506 百万円（同 6.1%増）、経常利益 489 百万円（同 2.4%増）、当期純利益 450 百万円（3.3%増）としている。

安定的な配当の実現に向けた体制が整いつつあると判断し、1 株当たり 1 円の配当を予想している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

中長期展望

同社は、2013 年 4 月に 2018 年 3 月期までの中期経営計画を発表している。当該中期経営計画における目標値は売上高 10,000 百万円、営業利益率 20%、ROE20%である。

中期計画において、2018 年 3 月期の売上高構成比は電子・通信用機器 47.0%、太陽光エネルギー（販売）24.4%、太陽光エネルギー発電所 27.9%と予想している。

電子・通信用機器事業では、現多摩川電子社長が同社取締役に就任した 2011 年 6 月以降、不採算案件の受注を停止する方針とし、収益改善に成功した。今後は、研究開発により、新製品を開発・投入することで売上の拡大を図るとともに、収益性の高い自社製品の売上構成比率を高めていく方針である。同社によれば、移動体通信基地局関連部品の需要拡大に加え、防衛、災害対策、環境分析装置関連に対して、以下のように高周波無線技術を応用した新分野の需要が期待できるとのことである。

- 移動体通信基地局関連部品に関しては、2016年前後から移動体通信事業者が高速通信サービスLTE-Advancedを展開すると想定し、基地局設備の更新需要による売上の拡大が見込まれる。また、同社によれば、2020年開催予定の東京オリンピックに向けて、高速データ通信を可能とする小型携帯基地局（スモールセル）のインフラ需要が期待できるという。
- 防災・防衛関連に関しては、震災や領土問題に起因し、ハイビジョン画像による沿岸監視の需要が増しており、同社では沿岸監視に関連する製品としてミリ波伝送装置、信号処理装置の開発・提案を強化していく方針である。
- 自社製品では、花粉、黄砂、PM2.5や放射能汚染等、環境分析装置の需要増大に向けて自社製品の開発・提案を強化していく。

太陽光エネルギー事業では、中期計画において、2018 年 3 月期に、システム販売で連結売上高の 24.4%、メガソーラー発電所で連結売上高の 27.9%を見込んでいる。SR 社の推測では、太陽光エネルギー事業においては、中期計画策定時以降の開発案件の増加などにより、当事業の想定は変化しており、投資資金を確保する手段も多様化することが考えられることから、同社はより具体的な計画を策定しているものと考える。

同社によれば、太陽光発電所事業に関しての方向性として、2014 年 3 月期に発電所の建設完成前に売却して収益を獲得するケースがあったが、2015 年 3 月期以降は、収益率およびキャッシュフローを重視する経営方針を明確化するため、発電所の建設完成後の売却、または長期的に自社で保有する方針であるという。

また、太陽光発電所事業において、同社のメガソーラー発電所の運営実績及びノウハウを活用し、資産を有する事業者等との連携による新たな大型案件の展開も検討されていると SR 社は推測する。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

事業内容

事業

同社の事業セグメントは、連結子会社株式会社多摩川電子（以下、多摩川電子社）創業（1968年）以来の事業である電子・通信用機器事業、2012年3月期に事業を開始した太陽光エネルギー事業からなる。

同社は、2014年3月期第2四半期より、太陽光エネルギー事業を太陽光システム販売事業と太陽光発電所事業に区分している。

事業別セグメント（百万円）		09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績
売上高	電子・通信用機器事業	3,248	2,709	2,390	2,406	3,156
	（前年比）	-14.2%	-16.6%	-11.8%	0.7%	31.2%
	（構成比）	75.6%	96.6%	90.5%	77.5%	85.9%
	バイオマスエネルギー供給事業	-	-	250	681	75
	（前年比）	-	-	-	172.3%	-89.0%
	（構成比）	-	-	9.5%	21.9%	2.0%
	太陽光エネルギー事業	-	-	-	19	441
	（前年比）	-	-	-	-	2215.0%
	（構成比）	-	-	-	0.6%	12.0%
計		4,299	2,803	2,640	3,106	3,672
	（前年比）	7.1%	-34.8%	-5.8%	17.7%	18.2%
営業利益	電子・通信用機器事業	-162	-292	-236	63	375
	（前年比）	-	-	-	-	497.4%
	（構成比）	-	-	-	-	100.4%
	バイオマスエネルギー供給事業	-	-	-47	-48	-30
	（前年比）	-	-	-	1.3%	-37.2%
	（構成比）	-	-	-	-	-
	太陽光エネルギー事業	-	-	-	-24	42
	（前年比）	-	-	-	-	-
	（構成比）	-	-	-	-	11.2%
計		-212	-290	-283	-9	387
その他		144	63	-6	-16	-11
調整額		-	-	3	-4	-2
連結		-68	-227	-286	-30	373
	（前年比）	-	-	-	-	-

出所：同社資料よりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

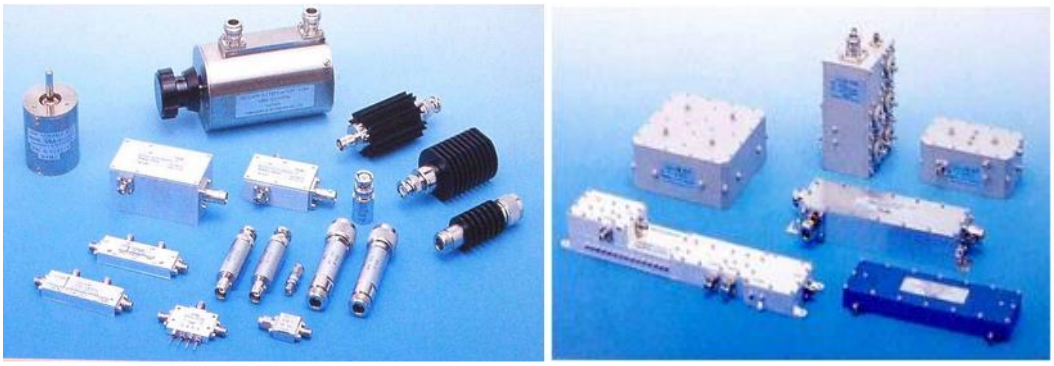
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

電子・通信用機器事業

（2013 年 3 月期売上高構成比率：85.9%、同営業利益構成比率：100.4%*）
*営業損失の事業セグメントを含むことにより、営業利益構成比率が 100%を超えていることに留意。

連結子会社多摩川電子は創業（1968 年）以来の事業で、高周波無線技術を応用し、移動体通信の基地局、放送、防災・消防無線などに使われる増幅器、減衰器、フィルタ、分配器、合成器など無線機器に不可欠な高周波回路素子製品を生産、販売している。高周波回路素子製品とは、送受信される信号の分配・合成や、必要な周波数の取捨選択、信号の強弱を適正レベルに調整するなどして、その通信環境に適した機能を維持するための部品群である。

高周波回路素子



出所：同社資料

同社によれば、高周波無線は、広帯域の電波を利用するため、伝送スピードが速く、データ通信や動画通信に適するという特徴がある。通信・放送機器の中でデジタル技術の占める割合が近年増加しているが、フロントエンド部分の高周波信号を直接送受信する部品は、デジタル技術では処理できないアナログ高周波技術により構成されており、同社はアナログ高周波の分野を専門としている。デジタル技術は、同社を含め多くの事業者が活用できるが、アナログ高周波技術を応用した製品を手掛ける事業者は数少ないことから、同社は希少な存在として、高い市場シェアを有している。移動体通信基地局関連部品のシェアは約 15%である。

> 移動体通信基地局：移動体通信のネットワークは、無線基地局という大型のアンテナつきの無線通信装置が光ファイバーなどの有線ケーブルで接続されて構築されている。携帯電話の電波が届く距離は限られているため、サービスエリア全域にわたって、多数の基地局を配置することで、蜂の巣状のネットワークを作っている。2013 年現在、55 万局の基地局が全国に設置されている（出所：MCAInc 推定）。

同事業の売上の約 61%が移動体通信の基地局向け部品、約 16%が防衛関連、約 21%が公共・

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

防災・地上波デジタル放送向けである。移動体通信基地局に使われる主な部品は、アンテナが送受信する様々な電波の中から、必要な周波数の電波を取り出す高周波フィルタや分配・合成器、減衰器等である。

売上の約 70%は大手電機メーカーや通信・放送事業者に対する顧客仕様による特注品で、約 30%は自社製品として販売している。粗利率は自社製品の方が高いという。

1990 年代に日本で携帯電話が急速に普及する中で、移動体通信事業者は積極的に基地局の建設を進めた。移動体通信基地局に高周波無線技術を応用した部品が不可欠であったことから、同事業の売上は拡大した。同社は 2005 年までは移動体通信基地局関連部品で約 30%の市場シェアを有していた。その後、海外の競合企業が日本市場に参入し、価格競争が激化したことで、同社製品の市場シェア、売上、収益性は低下し、同事業は業績低迷を続けた。

不採算受注の中止などにより、2012 年 3 月期より業績が改善基調にある。今後は、研究開発を進め、自社製品の開発と積極的な提案を進めることで、売上の拡大と収益性の向上を図る方針である。

韓国 Ace 社との提携

同社は、2013 年 5 月に、韓国 Ace Technologies Corp.（以下、Ace 社）と日本国内における、高周波デバイス、アンテナ、及びその周辺機器の販売に関して業務提携したと発表した。同社によれば、Ace 社は韓国における高周波デバイス、及びアンテナの大手メーカーであり、その製品は韓国のみならず、欧米の無線通信インフラ市場で広く採用されているという。また、Ace 社は中国広東省に子会社群を保有し、短納期で価格競合力のある製品を市場に供給できる体制を構築しているという。

SR 社では、同社の品質管理に関するノウハウおよび国内における営業網と Ace 社の製造ノウハウを結び付けることで、日本市場において、製造コストの引き下げと価格競争力向上により、市場シェアの拡大が期待できると考えている。同社は Ace 社の生産設備を活用することで、製造コストを従来比で 30%削減できる目途が立っているとしている。2014 年 3 月期第 4 四半期以降に Ace 社との提携が本格化する見込みであり、価格競争力を活かした売上拡大と利益率の改善が期待できるという。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

太陽光エネルギー事業

（2013 年 3 月期売上高構成比率：12.0%、同営業利益構成比率：11.2%）

同社の太陽光発電事業は、システム販売とメガソーラー発電所事業から成る。2013 年 3 月期は、太陽光エネルギー事業の売上は、太陽光システムの販売のみであった。

同社は、2014 年 3 月期第 2 四半期より、太陽光エネルギー事業を太陽光システム販売事業と太陽光発電所事業に区分している。

太陽光システム販売事業

同社では 2011 年 7 月に GPPV SOLAR PTE.LTD.（以下、GPPV 社）と太陽光モジュールの独占販売契約を締結し（2014 年 2 月に「独占販売契約」を両社の事業発展を目的として「販売契約」に変更）、GPPV 社製の太陽光システム販売を開始した。

多摩川ホールディングス社の太陽光システム設置例

出所：同社資料

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

GPPV 社の製品に関して、同社は、2011 年に多摩川電子社の電子・通信用機器製造で培った品質管理手法をベースに、GPPV 社の製造ラインを検査し再構築した。具体的にはモジュール検査用の EL テスターを GPPV 社のラインに組み込み、全品検査し、画像を同社と GPPV 社で共有することにより、品質水準を高めた。

> EL テスター：太陽電池セル・モジュールに EL（エレクトロルミネッセンス）発光を起こし、そのデータをカメラで撮像・計測して欠陥検査を行う手法。

同社によれば、太陽光モジュールの製造工程で、セルに微細なひび割れが発生すると、数年後にはひび割れが進行し、発電効率が低下するという。同社は、GPPV 社の製造方法を改め、長期間発電量が低下しない品質を実現したという。

太陽光システムの販売に関して、同社は販売代理店を通して、太陽光モジュールやパワーコンディショナを顧客に販売している。また、契約者に対し、電力会社との折衝、金融機関に対する借入申し込みの補助なども必要に応じて行う。

営業活動に関しては、連結子会社の株式会社多摩川ソーラーシステムズが中心に行っている。多摩川ソーラーシステムズ社は 2013 年 2 月に設立、同社単体で行っていた太陽光エネルギー販売事業を移管する予定である。2013 年 12 月現在、6 名の体制で、九州地方を中心に営業活動を行っている。

販売先は企業が中心で、金融機関などからの紹介および同社ホームページを確認しての依頼が多い。固定価格買取制度に基づき、10KW 以上の太陽光発電設備により発電された電力は、20 年間定額で電力会社が買い取ることから、顧客は安定的な収益を見込むことが出来る。さらに太陽光発電設備はグリーン投資減税制度を利用すれば取得価額の全額を即時償却出来ることから、企業からの引き合いが多いとのことである。また、同社は、2012 年 12 月に長崎県五島市黒蔵において自治体と連携し、システム販売の実績から周辺地域の自治体からの引き合いが増加しているという。

> 固定価格買取制度：再生可能エネルギーの普及促進のために、太陽光、風力、水力、地熱、バイオマスによって発電者が発電した電気を、電力会社に、一定の期間・価格で買い取ることを義務づける制度。電力会社による買取価格・期間については、毎年度見直される。2013 年度の太陽光発電設備での発電による電力の買取価格は 1KW 当たり 37.8 円（税込）であり、買取期間は 20 年である。固定価格買取制度の適用を受けるためには、経済産業大臣からの設備認定を受ける必要がある。

同社から顧客への販売価格は、1KW 当たりの太陽光発電設備で約 30 万円である。発電量に 1KW 当たりの単価を乗じた金額が、同社の売上となり、粗利率は 15%から 25%程度である。2013 年 3 月期は 36 件、約 1,700KW の太陽光システムを販売した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同事業において、固定価格買取制度の買取価格引き下げがリスク要因である。同社では、太陽光発電設備に関して、発電容量を拡張しても、初期投資費用が大きく増加しないことに着目し、固定価格買取制度における売電価格が 30.0 円に引き下げられたとしても、顧客が10.0%以上の投資利回りを得ることが出来ると想定している。

具体的には、同社では、1KW 当たり 37.8 円の条件で、1 年間の売電収入を 40 百万円と推定している。2013 年 12 月現在の 1MW の太陽光発電設備における初期投資費用約 300 百万円を基に、投資利回りを 13.3%と想定している。それに対し、1.2MW の初期投資費用は約 330 百万円であることから、買取価格が 30.0 円に引き下げられても、1 年間の売電収入は 38 百万円、11.5%の投資利回りが確保可能であるという。

太陽光発電所事業

太陽光エネルギー事業では、太陽光システム販売の他に、2014 年 3 月期より、メガソーラー発電所の運営を行っている。

メガソーラーとは

メガソーラーとは、出力 1MW 以上の大規模な太陽光発電である。2012 年 7 月から再生可能エネルギーの固定価格買取制度が始まったことによって、事業の収益化に対する確度が高まり、様々な業種が参入している。また、自治体が民間企業と提携し、遊休地を利用してメガソーラー事業を展開するという動きもある。

設置場所、日射量等の要因によって発電量は異なるが、1MW のメガソーラーで概ね年間 1,000MKWh 以上の発電量が見込まれる。4 人家族の一般家庭が消費する電力量が年間約 5.5MWh なので、1MW のメガソーラーで約 300 世帯分がまかなえる計算となる。

建設には広大な土地が必要とされ、1MW のメガソーラー設置には 15,000 ㎡程度の敷地が必要である（東京ドームは約 47,000 ㎡）。

メガソーラー事業において、固定価格買取制度を活用するためには、再生可能エネルギーの固定価格買取制度に基づく発電設備等の設備認定を申請し、事前に経済産業大臣の設備認定を受ける必要がある。設備認定とは、発電所設備が法令で定める条件に適合するか、国で確認するものである。太陽光発電設備で発電された電力の買取価格は、当該設備の発電開始時点ではなく、設備認定された時点を基準に決められる。

発電設備、設置等に関する許認可を除き、メガソーラー発電所の事業者が、再生可能エネルギーの全量買取制度の対象となるために必要な許認可はない。メガソーラーの運営には電気

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

主任技術者の選任が必要であるが、発電事業者に対し特別に電気事業に関する事業経験、専門知識等は要求されない。

多摩川ホールディングスの太陽光発電所事業

同社ではメガソーラー事業参入に際し、2012 年 6 月に準備室を新設、同年 9 月に株式会社 GP エナジー株式会社を設立した。第 1 号案件として、山口県下関市に下関発電所の建設を開始、同発電所は 2013 年 6 月に稼働を開始した。

メガソーラー発電所事業では、同社が出資し、太陽光発電所ごとに専門会社を設立のうえで、土地を取得または賃借し、発電量が 1MW を超える太陽光発電所を建設、運営を行う。太陽光発電所ごとに専門会社を設立する理由は、太陽光発電所事業を行う専門会社単位で、金融機関からの資金調達（プロジェクトファイナンス（ある特定の事業からあがる予想収益をもとに行われる借入れ））を行うことも想定しているためである。2013 年 7 月までに、株式会社 GP エナジー1 から株式会社 GP エナジー6 まで、太陽光発電所の運営会社として 6 子会社を設立した。

同社によれば、メガソーラーの太陽光発電所に必要な設備投資は、太陽光モジュール、設置架台、電気設備、工事代金などで、投資額総額は 1MW 当たり 260 百万円から 300 百万円である。

同社はメガソーラー発電所で発電した電力を電力会社などに売却することで収入を得る。発電量に電力会社などの買取価格を乗じた金額が同社の売上となる。電力会社による買取価格は、固定価格買取制度に基づき、2012 年度に設備認定を受けた設備であれば 1KW 当たり 42.0 円（税込）、2013 年度に設備認定を受けたものは 37.8 円（税込）である。買取期間は 20 年間一定である。

メガソーラー発電所で想定される収益に関して、SR 社の理解では、1MW の発電出力の太陽光発電設備の年間発電量は 1,000 から 1,400MWh である。2012 年度に設備認定を受けた設備であれば、42.0 円（税込）の買取価格が適用され、1.0 ギガワットの発電量であれば、年間 40 百万円程度の収入が見込まれる。ただし、発電量は天候等によって変化し、また、太陽光発電モジュールの劣化により、年間 0.25%から 0.75%程度低下する。

メガ―ソーラー運営の主な費用は、減価償却費、土地賃借料、メンテナンス料、保険であり、収入の約 50%が売上総利益となる。自己資金のみで建設した場合の内部収益率は約 9%と試算される。

多摩川ホールディングス社の太陽光発電所

2013 年 12 月現在、下関発電所が稼働中である。その他に、長崎県南島原市でメガソーラー

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

施設を建設中である。

下関発電所

出所：同社資料

多摩川ホールディングスの太陽光発電所施設

メガソーラー発電所	所在地	発電出力	面積	完成予定	総投資額	収入（SR社推定）	備考
下関発電所	山口県下関市	1.5MW	24,081㎡	2013年6月	402百万円	70百万円	土地は5年間賃借後に取得する契約。5年間合計で賃借料は20百万円、賃借後の取得価額は130百万円。
五島列島発電所	長崎県五島市	6.0MW	100,000㎡	2016年3月期第1四半期	-	280百万円	土地は20年間の賃借契約
長崎市南島原発電所	長崎市南島原市	1.0MW	12,000㎡	2013年9月	-	45百万円	2013年9月に九州電力との系統連系により約49kwで稼働。2015年3月期第2四半期に約1.0MWへ拡張予定。
計		8.5MW				395百万円	

出資：同社資料よりSR社作成

太陽光発電所事業の資金調達

2013 年 12 月現在、同社は資金を確保できれば運営が可能なメガソーラー発電所の開発見込み案件が増加しているという。ただし、投資可能な資金と人的リソースの制約により、当該案件をどのように展開するかが今後の検討課題になっている。

同社は 2008 年 3 月期以降、5 期連続の純損失を継続した。その結果、メガソーラー事業を開始するにあたり、負債による資金調達が困難であった。下関発電所建設のために 2013 年 1 月に第三者割当増資および新株予約権の発行により、総額 901 百万円の資金調達を行った。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社では、多数の開発案件を抱えながら投資資金が限られることから、メガソーラー事業において、様々な運営方法を試みている。

2014 年 3 月期以降の 1 から 2 期間は、2013 年 1 月に調達した資金を最大限活用するため、セールアンドリースバックなどの仕組みを利用しながら、新規のメガソーラー建設に必要な資金を捻出し、メガソーラー運営の実績を積み重ねることで、その後の負債の活用、または新たな資金調達を検討し、事業を拡大することになると、SR 社では推測する。

また、同社はプロジェクトファイナンスの活用、匿名組合出資などの仕組みを活用することも考えており、2013 年 6 月には適格機関投資家の認定を受けている。さらに、資金回収を早める仕組みとして、太陽光発電の分譲販売も検討しているという。

新電力への販売

同社によれば、新電力（PPS：Power Producer and Supplier）は、固定価格買取制度の買取価格より、高い価格で再生可能エネルギー発電設備から発電された電気（以下、「再生可能エネルギーの電気」とする。）を買取るため、同社では新電力に電気を販売する方針である。

> 新電力（PPS）：工場の余剰電力を活用したり自家発電したりして、電気を安価に供給する電力業界への新規参入事業者。2000 年の規制緩和で、大口向けの電力小売りが自由化されたことで登場した。

電力会社による再生可能エネルギーの電気の買取りの仕組みは、以下の通りである。

- 電力会社は、再生可能エネルギーの電気を固定価格買取制度による買取価格で発電事業者から買い取る。
- 電力会社は、発電事業者から買取った再生可能エネルギーの電気を、電気の使用者に販売し、収入を得る。また、再生可能エネルギーの電気の買取りに要した費用を、電気の使用者から徴収する（再生エネルギー賦課金）。
- 電力会社は、再生可能エネルギー賦課金を費用負担調整機関（電力会社の費用負担を調整する機関）に納付する。
- 費用負担調整機関は、再生エネルギー賦課金を、再生可能エネルギーの電気の買取り量に応じて電力会社に配分する。

費用負担調整機構が電力会社に配分する金額は、電力会社が再生可能エネルギーの電気を買取った金額から、回避可能原価を差し引いた金額である。よって、電力会社にとって、回避可能原価が、再生可能エネルギーの電気を販売する場合の実質的な費用となる。

> 回避可能原価：電力会社が再生可能エネルギーの電気を買い取ることで、予定していた発電を辞め、支出を免れることが出来た費用のこと。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

回避可能原価は、各電力会社の電気料金の算出方法を基に決められており、電力会社によって異なる。2013 年度は、最高額の東京電力で 9.98 円、最低額の北陸電力で 4.37 円とばらつきがある。新電力の回避可能原価は、営業地域の電力会社の回避可能原価を加重平均して決められる。最高額でも東京電力並みの 9.98 円となる。

一方、日本卸電力取引所（卸電力の取引所）の電力スポット価格は、2013 年 12 月現在、1KWh あたり 16 円程度で推移している。SR 社の認識では、新電力は、電力スポット価格と回避可能原価の差分を利用し、再生可能エネルギーの電気を発電事業者から固定価格で買取り、当該電気を卸電力取引市場で売却することで、収益を得ることができる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

SW（Strengths, Weaknesses）分析

強み（Strengths）

- **電子・通信用機器事業の競争力回復：**同社によれば、OEMを通じた高付加価値製品の販売、通信機器の強化、防衛および防災関連の政府需要が実を結び、同社の高周波機器における競争力は回復傾向にあるという。SR社では、政府需要に関しては、日本のサプライヤーが好まれることから、同社は海外の競合企業と比較し、優位な立場にあるみている。また、研究開発の再開や自社ブランドの販売により、収益力が強化されるものと予想している。
- **適正規模と技術で太陽光エネルギー事業が成功:**同社は太陽光エネルギー事業をゼロから立ち上げ、ソーラーパネルの設置やプロジェクトの資金調達においての経験を積んでいる。2013年12月時点で、同社は数百メガワット規模のプロジェクトに絞るとしている。政府による固定価格買取制度は大きな後押しとなり、資金調達できれば、太陽光エネルギー事業は収益向上に大きく貢献することが見込まれる。
- **投資家からの信頼を欲する経営陣:** SR社は、投資家にとって、同社は投資先として疑念があることは把握している。投資家や取引先との連携で、同社は企業イメージの再建を望んでいる。SR社では、投資家は同社による情報の開示姿勢を高く評価するであろうと考えている。

弱み（Weaknesses）

- **信用:** 同社には過去の失敗がある。桝澤代表取締役が、日本企業の役員としては珍しく、ジェイ・ブリッジ社元代表取締役としての任期中に生じた問題で、民事裁判の被告人となった事実について、投資家、取引先共に困惑する可能性がある。この問題について同氏は巻き込まれた被害者であると断言しており、信用を取り戻し、経営者としての手腕を示したいとしている。また、同社は風評被害の対策に加え、コンプライアンス体制の拡充に努める方針である。
- **脆弱なバランスシート:** SR社では、同社は2008年から2012年までの損失でバランスシートが悪化し、経営難であったと理解している。その結果、2012年に同社が太陽光エネルギー事業の開始を決定した際、銀行から融資を受けることができなかった。同社によると、収益が改善した2013年から、いくつかの金融機関（大手銀行ではなく、地方銀行）からの融資が再開したとしている。とはいえ、信用限度額はまだ低く、同社は一度に少数のプロジェクトしか実施できない。金融機関の信用を回復するには時間がかかるだろう。
- **ソーラー事業での人員不足:** 2013年12月時点、太陽光発電エネルギー事業は社員6名の体制である。プロジェクトの複雑さを鑑みると、起業家精神に満ち、モチベーションが高く、資金調達から電気工学まで幅広い知識を持った人財が必要であるが、適切な人財を迅速に獲得しようとすることが、成長の妨げとなる可能性がある。再生可能エネルギーの買取価格が年々減少する傾向にあり、限られた機会を考えると、人員不足は懸念材料となろう。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

グループ会社

2013 年 3 月末時点で、同社は、持株会社多摩川ホールディングスと連結子会社 5 社で構成される。

・株式会社多摩川電子（100%）：電子・通信用機器事業。2013 年 3 月期売上高 3,156 百万円、経常利益 350 百万円、当期純利益 318 百万円

・株式会社多摩川ソーラーシステムズ（100%）：太陽光エネルギー販売事業
・株式会社 GP エナジー（100%）：太陽光発電所事業
・株式会社 GP エナジー2（100%）：太陽光発電所事業
・株式会社 GP エナジー3（100%）：太陽光発電所事業

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

市場とバリューチェーン

マーケット概略

無線通信インフラ

近年、スマートフォンやタブレット端末などが急速に普及している。スマートフォンのデータトラフィック（送受信データ量）は従来型携帯電話（フィーチャーフォン）の 10-20 倍といわれ、大容量コンテンツの利用が加速し、通信量がますます増大しつつある。急増するトラフィックへの対策が喫緊の課題とされており、データ通信の高速化・大容量化に向けたネットワーク環境の整備が急ピッチで進められている。

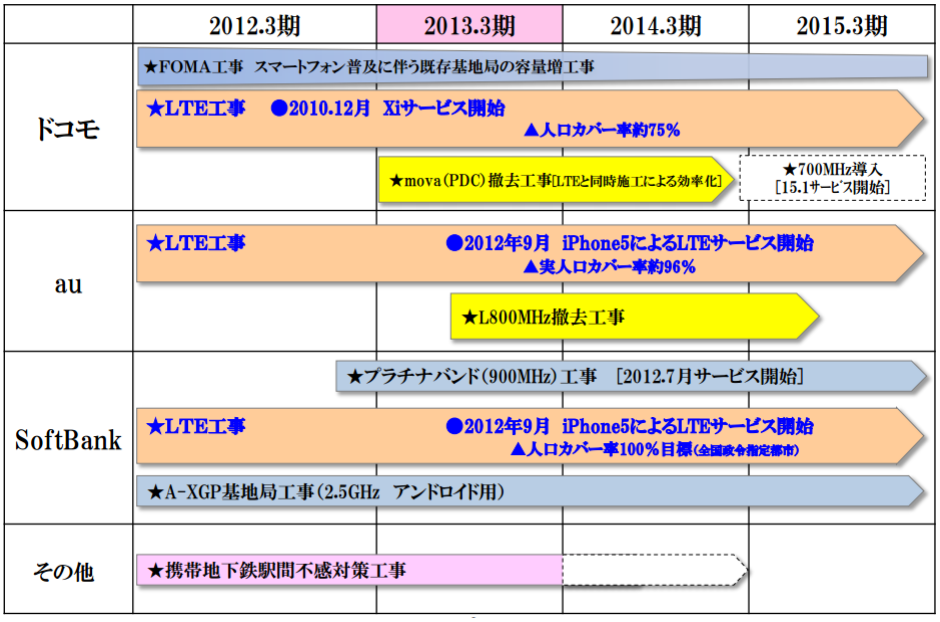
トラフィック対策の一つとして、2013 年時点で通信事業者各社は LTE、WiMAX 等の高速移動通信サービスを積極的に展開している。また、プラチナバンドと呼ばれる電波周波数帯が携帯電話用に新たに割り当てられる等、トラフィック増加に対応した周波数再編も進められている。その他、急増するトラフィックを Wi-Fi 等を通じて固定網に逃がすデータオフロード対策の整備も全国的に進んでいる。

ただし、総務省「無線 LAN ビジネス研究会報告書（2012 年 7 月）」によれば、データトラフィック（移動通信トラフィック）は 2015 年度末までに 2010 年度比で 20.8 倍（年平均増加率 1.84 倍）から最大で 39.1 倍（同 2.08 倍）になると予想されている。そのため、ネットワーク環境整備がこうしたトラフィックの激増に追いつけていけるかどうかは、未だに不透明である。

実際の移動体通信事業者の投資動向について触れると、LTE 関連投資でいえば、例えば、株式会社 NTT ドコモ（東証 1 部 9437）は、2012 年度末で基地局数約 24,400 局であったが、2013 年度末の基地局数は約 50,000 局（人口カバー率約 98%）まで増やす予定である。加えて、新たに 700MHz 帯の電波を使用する LTE サービスを 2015 年 1 月より開始するとしており、それ以前に工事の増加が見込まれる。その他、以前は設備投資を抑制気味であったソフトバンク株式会社（東証 1 部 9984）も設備投資を活発化させている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

モバイル系キャリアの動向



出所：各種資料より SR 社作成

SR 社の認識では、移動体通信事業者各社は 2015 年以降に LTE の次世代技術である LTE-Advanced の商用化を進めていく。それに付随した投資が活発化するものと推測される。

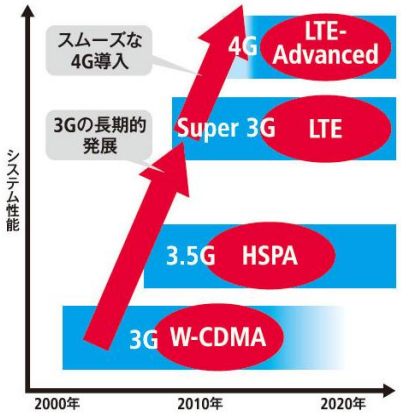
LTE-Advanced

LTE-Advanced とは ITU（注）で承認された第 4 世代の移動通信規格で、世界規模で普及している LTE をさらに高速化し、静止/低速移動時で最大 1Gbps、高速移動時で最大 100Mbps を目指して開発中の通信技術である。

（注）国際電気通信連合(International Telecommunication Union)の略、無線通信と電気通信分野において各国間の標準化と規制を確立することを目的としている。主な業務は標準化、無線周波数帯の割当て、国際電話を行うために各国間の接続を調整することである。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

通信技術の進化



（出所：各種資料をもとにSR社作成）

LTE-Advanced による通信速度の高速化は、現行 LTE に多様な技術要素を付加することで実現される。特に、空間多重技術の MIMO(multiple-input and multiple-output)の高度化と帯域拡張の実現手段となるキャリアアグリゲーション（Carrier Aggregation）という 2 つの要素が通信速度高速化に重要な役割を担う。

SR 社の理解では、NTT ドコモ社において、現行 LTE のネットワークは、主に 3G 通信基地局の部品交換により構築したものである。それに対し、LTE-Advanced では新周波数帯の導入が見込まれており、既存の基地局設備を変更する必要があるため、基地局当たりの通信工事額は上昇すると考えられる。将来的に NTT ドコモ社を筆頭に、LTE-Advanced のネットワーク構築のために移動体通信基地局工事の設備投資額は増加することが予想される。

> 総務省情報通信審議会（総務大臣の諮問機関）の答申によれば、LTE-Advanced は、既存の LTE で使われている周波数とは異なる 3 から 4GHz 帯の周波数に導入される見込みである。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

太陽光発電市場

同社の業績に大きな影響を及ぼすであろう太陽光発電市場に関して、日本における太陽光発電市場の予測、太陽光発電普及促進策、および固定価格買取制度に関して、以下に説明する。

日本における太陽光発電市場の予測

地球温暖化問題や近年の原油価格高騰などから、化石燃料に替わるクリーンエネルギーが注目を集めている。また、原子力も注目される分野の一つだが、安全性の側面からはクリーンエネルギーに劣る。その有望なエネルギー源の一つが太陽光発電（Photovoltaic Power Generation：ＰＶ）である。太陽光発電は、太陽電池を利用し、太陽光を電力に変換する発電方式であり、二酸化炭素を排出しない。

日本においても太陽光発電システムの導入に対する政策的な取組により、太陽電池の導入量は年々増加している。NEDO のロードマップによれば、2020 年までに 2005 年の 20 倍(29ＧW)、2030 年には 40 倍の（53ＧW）の導入目標が掲げられているが、2030 年の目標が達成されれば、全電力の約 10%を太陽光発電で賄える計算となる。

> NEDO は、新エネルギー・産業技術総合開発機構（New Energy and Industrial Technology Development Organization）の略称。産学官の連携及び、国際ネットワークの活用で、エネルギー・地球環境問題の解決と産業技術の競争力を目指す独立行政法人で日本最大の技術開発推進機関である。

なお、経済産業省によれば、2012 年度に太陽光発電が国内総発電量に占める割合はわずか 0.4%（2011 年度は 0.2%）であった。

また、年間の需要予測としては、富士経済研究所によれば、国内の太陽電池市場（モジュール出荷ベース）は 2030 年に 2012 年比で 340%、金額ベースでも 152%の成長が予測されている。出力ベースでは長期的に年平均 13%程度の堅調な市場拡大となるが、原材料や製造装置などの周辺装置では価格下落の基調が続くと予想され、金額ベースでは年平均 3%程度の成長予測に留まる。

国内太陽光市場（モジュール出荷ベース）

		2011年	2012年見込	2030年予測	2030年予測/2012年見込み
出力合計		1,450MW	2,500MW	8,500MW	340%
	住宅用	1,200MW	1,500MW	5,000MW	333%
	産業用	250MW	1,000MW	3,500MW	350%
金額		2,200億円	2,500億円	3,800億円	152%

出所：株式会社富士経済の予測をもとにSR社作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

短期的な予測として、米 IHS 社によれば、固定価格買取制度により、2013 年に日本国内に新規導入される太陽光の発電能力は 2012 年に比べて 2.2 倍の 530 万 KW に拡大し、設備販売額や設置費用などを合計した市場規模が 198 億ドル（約 1 兆 9,100 億円）とドイツを抜いて世界 1 位になる見通しである。

日本での太陽発電普及促進策

日本では再生可能エネルギーに対する普及促進策としては電力会社による自主的な買い取り、RPS 法や各自治体による助成などが用いられてきた。これにより 2004 年までは太陽光発電では世界一の累積導入量であったが、2005 年に新エネルギー財団による補助金が一度打ち切られてからは、国内市場は縮小していた。

> RPS 法は、2002 年 6 月に公布された「電気事業者による新エネルギー等の利用に関する特別措置法」の略称。電気事業者に対して、一定量以上の新エネルギー等を利用して得られる電気の利用を義務付けることにより、新エネルギー等の利用を推進した。

このため 2009 年 1 月に経産省が緊急提言に沿って補助金を復活させた。また 2009 年 2 月には環境省も再生可能エネルギーの導入に伴う費用や経済効果の試算を発表し、普及政策として固定価格買取制度の採用を提案、住宅における余剰電力買取制度が 2009 年 11 月から開始された。

その後、再生可能エネルギー特別措置法案が 2011 年 8 月に成立、2012 年 7 月に施行され、全量買取制度が導入された。

再生可能エネルギーの固定価格買取制度

固定価格買い取り制度は、再生可能エネルギーを普及させるため、太陽光や風力など 5 種類の電力の全量を基本的に電力会社が買い取る制度である。ドイツやスペインで太陽光発電が普及したのは同様の制度が背景とされている。この買取価格が高いと普及が進みやすくなる。2013 年 12 月現在、太陽光発電において、10KW 未満の余剰電力買取制度と 10KW 以上の全量買取が採用されている（10KW 以上は余剰買取も選択可能）。

10KW 未満での太陽光発電では、余剰電力の買取制度が採用されており、太陽光発電した電気から、自分の家で使った電気を引き算し、余った電気があればこれを売電できる。2009 年の制度開始時の余剰電力の買い取り価格は 1KW 時あたり 48 円（税込）、設置後 10 年間は同じ価格で買い取って貰える。また、その後新規に設置された設備の買取価格は、年々引き下げられる予定である。なお、2013 年 12 月現在の買取価格は 1KW 時あたり 38 円（税込）である。

固定価格買取制度に関して、「余剰電力の買取制」とは異なる買取方式として、「全量買取制」

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

がある。全量買取制は、自分で消費した電力とは無関係に、太陽光発電したすべての電力を売電できるという方式である。日本では 2012 年 7 月 1 日から 10KW 以上の設備の全量買取が始まり、10KW 未満では今までどおり余剰電力の買取制度が継続されている。

固定価格買取制度における買取価格及び買取期間は、経済産業大臣が毎年度、当該年度の開始前に定めることとなっている。経済産業大臣は、買取価格及び買取期間を定めるときは、中立的な第三者委員会（調達価格等算定委員会）が公開の場で審議を行い、その意見を尊重することとなっている。また、普及促進のために施行後 3 年間は、調達価格を定めるに当たり、供給者の利潤に特に配慮することとなっている（附則第 7 条）。

なお、電力買取りに要する費用は、賦課金として電力料金に上乗せすることとなるが、経済産業大臣は、調達価格等を定めるに当たって、賦課金の負担が電気の使用者に対して過重なものとならないよう配慮しなければならないと定められている。

太陽光発電の場合、10KW 以上の産業用太陽光発電設備から電力の買取価格は 2012 年度、1KW 時当たり 42.0 円（税込）だったが、2013 年度は 37.8 円（税込）となった。

調達価格等算定委員会案は、諸条件を勘案のうえ、法律に基づき施行後 3 年間は例外的に IRR を 1 から 2%程度高く設定、設置者が 6%の IRR を確保できる基準を設定する。

2013年度調達価格及び調達期間についての調達価格等算定委員会案

太陽光発電（10KW以上）

		2012年度調達価格	2013年度調達価格
買取価格	（税抜）	40.0円	36.0円
	（税込）	42.0円	37.8円
資本費	システム単価	32.5万円/KW	28万円/KW
	土地造成費	0.15万円/KW	0.15万円/KW
運転維持費	土地賃借料	年間150円/㎡	年間150円/㎡
	修繕費・諸費	建設費の1.6%/年	建設費の1.6%/年
	一般管理費	修繕費・諸費の14%/年	修繕費・諸費の14%/年
	人件費	300万円/年	300万円/年
IRR		6.0%（税引き前）	6.0%（税引き前）

（出所：調達価格等算定委員会資料を基にSR社作成）

固定価格買取制度廃止のリスク

太陽光発電需要のリスクとして、スペインにおいて、固定価格買取制度が引き起こしたバブルに関して触れておく必要があるだろう。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

スペインでは 2007 年に太陽光発電の普及促進策として買い取り価格を大幅に引き上げたことで、太陽光バブルが発生した。その後は、買取価格引き下げ、買取上限の設定、買取期間の短縮、補助金の停止、過去にさかのぼっての補助金の停止、などの政策変更を行ったことで、太陽光発電の導入件数が大幅に減少した。

2001 年に再生可能エネルギー促進を目的とした EU 指令が採択され、スペインは再生可能エネルギーの大幅増に向けて 2004 年および 2007 年に新たな政令を公布した。2007 年の促進策では固定価格買取制度の買取期間は 25 年、買取価格は投資収益率が 17%となるまでに設定され、太陽光発電の年間導入量は 2006 年の 102MWから 2008 年に 2,708MWにまで増加した。

この結果、太陽光発電の発電能力が政府目標を大幅に超過、これに伴う配電会社の赤字も巨額に達し、2008 年 9 月に新たに太陽光の固定価格引き下げの政令を導入して沈静化を図らざるを得ない状況に陥った。2009 年にはスペインの太陽光発電市場はバブルがはじけ、太陽光発電の年間導入量は 17MWまで一挙に縮小した。

日本の固定価格買取制度では、期間 20 年、投資収益率は 6%程度と合理的に設定されており、スペインのような行き過ぎた促進策とは異なるといえよう。法施行 3 年経過後の 2015 年に固定価格買取制度の買取価格が引き下げられたとしても、スペインほどの大きな需要減退にはならないと考えられる。

参考に、ドイツの太陽光発電市場に関して触れると、2000 年から再生可能エネルギー法が施行され、太陽光発電による電力を固定価格で 20 年間にわたって全量買い取る制度が導入された。その結果、太陽光発電設備は大きく伸び、設備容量は 2005 年に世界のトップに上った。その後も大量の設備が設置され続け、2012 年末時点の累積導入量は約 32GW、世界の累積導入量の 31%に達した（出所：欧州太陽光発電産業協会）。特に 2010 年から 2012 年の 3 年間は年間設置量が 7GW を超える水準であった。

しかし、太陽光発電促進のための電力買取により電気料金が高騰し、国民負担が大きくなってきたことから、2012 年 6 月に買取価格が大幅に見直された。ドイツ連邦環境省は買取価格の引き下げにより 2013 年の新規導入量が 2.5 から 3.5GWに減少する見通しであるとしている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

メガソーラー発電所

2012 年 7 月の再生可能エネルギーの固定価格買取制度により、様々な企業がメガソーラー事業に参入した。経済産業省の資料によれば、固定価格買取制度導入前の 2012 年 6 月末までの太陽光発電（非住宅）の導入量は約 90 万 KW であったが、2013 年 6 月末現在、約 290 万 KW が導入されている。

2013 年 12 月現在、中期的に同社のメガソーラー事業に影響を与える可能性がある送電容量の限界、設備認定に対する厳格化に関して、以下に説明する。

送電容量の限界

経済産業省によれば、2012 年 12 月現在、設備認定済みの 1MW 以上の太陽光発電設備は約 218 万 KW で、そのうち北海道における設備は 25.9%を占めた。２位の鹿児島県 11.8%と比較して、2 倍以上の太陽光発電の建設が計画されていることになる。北海道は地価の安さや大規模施設の建設適地が多く、大規模太陽光発電設備の建設が集中している。

その一方で、北海道では電力の系統規模（送電網に接続できる容量）は小さく、メガソーラーは４０万から６０万 KW 程度の受入量が限界であるという。同省は、2013 年４月、「北海道における大規模太陽光発電の接続についての対応」を公表、その対応策の一つとして「30 日ルール」を改正した。

「30 日ルール」とは、電力会社が、500KW 以上の太陽光・風力発電事業者に対して、接続後、出力（発電）の抑制を依頼できるが、年 30 日を超えて依頼する場合、電力会社は、当該事業者に、抑制された発電量分を金銭で補償するという省令規定である。

今回の対応策では、当該ルールに「例外規定」を追加し、接続量の限界に至った地域に限り、電力会社が 30 日を超えて出力抑制する場合でも、太陽光発電事業者に対する金銭補償が不要となった。北海道電力の場合、500KW 以上の太陽光発電の接続量が 70 万 KW に到達した場合、「例外規定」を発動する。

SR 社では、全国的にメガソーラーの建設が続くことで、北海道以外でも、発電容量が送電容量の限界に近づく場合には、同様の対応が取られると予想する。その場合には、メガソーラー発電事業者は、想定収益を確保できなくなる可能性があると考える。

設備認定に対する厳格化

再生可能エネルギーの固定価格買取制度における電力の買取価格は、設備認定取得が行われた時点における価格が継続して適用される。

固定価格買取制度における買取価格及び買取期間は、経済産業大臣が毎年度、当該年度の開

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

始前に定めることになっている。買取価格は、供給者の利潤に配慮して決められるが、太陽光発電設備の価格下落により、段階的に引き下げられていく方向にある。

そのため、SR 社の認識では、メガソーラーの事業者の中には、買取価格が高めなときに、早めに設備認定を受けて有利な条件を確保し、実際には建設せずに、発電設備を含めた建設費の値下がりを待つ事業者が存在する。経済産業省によれば、「制度導入初年度の調達価格（40円/KWh（税抜））を確保した上で、建設を意図的に遅らせているケースもあるとの指摘がある」という。

2013 年 10 月に発表された「再生可能エネルギー発電設備の導入状況」によると、固定価格買取制度導入後の 2012 年 7 月以降、2013 年 6 月末まで太陽光発電（非住宅）の認定を受けた設備の発電能力は約 1,976 万 KW に達した。しかし、2013 年 6 月末までに運転を開始した設備は 200 万 KW に過ぎず、設備認定の 10%程度であった。

経済産業省は 2013 年 8 月、非住宅太陽光発電設備であって、着工の遅れている案件について、発電設備の発注の有無や発電事業者の決定の有無等について、実態の把握を行うことを発表した。

SR 社の予想では、同様の調査が行われることが想定され、事業者が設備認定だけ確保し、事業開始に向けての行動を取らない場合には、当該設備認定が取り消されることも考えられる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

経営戦略

同社は、電子・通信機器事業と太陽光エネルギー事業で、異なる経営戦略を描いている。電子・通信機器事業においては、既存事業を強化により、売上拡大と収益性向上を図る。一方で、太陽光エネルギー事業では、積極的な投資により、事業を拡大することを目指している。

2013 年 12 月現在、同社は資金を確保できれば運営が可能なメガソーラー発電所の開発見込み案件が増加しているという。ただし、投資可能な資金と人的リソースの制約により、当該案件をどのように展開するかが今後の検討課題になっている。

SR 社の理解では、メガソーラー発電所の運営は初期投資を必要とするが、収益は安定的であり、継続的にキャッシュフローを獲得できる。一方で、太陽光発電システム販売事業は大きな設備投資を必要としないが、特定顧客に対して継続的に取引が発生するものではない。よって、太陽光発電システムの需要変動により、業績が変動する可能性がある。

同社は太陽光エネルギー事業では、開発対象案件に対し、太陽光システム販売、メガソーラー発電所の運営、メガソーラーの分譲販売を展開していく予定である。SR 社は、同社が安定的かつ継続性の高いメガソーラー発電所の運営を、積極的に進めたいと考えているが、金融機関からの借り入れ可能額やキャッシュフローなど、同社が設備投資に活用できる資金、および人的リソースの配分を勘案のうえ、事業を進める必要があり、収益の最大化を図る方法を策定していくことになると予想する。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

過去の業績

2014 年 3 月期第 3 四半期実績

第 3 四半期連結累計期間における売上高は、太陽光システム販売事業の売上高増加により、2,738 百万円（前年同期比 7.8%増）となった。売上高の増加に伴い、売上総利益は 848 百万円（同 15.1%増）となった。

利益面は、営業利益 317 百万円（前年同期比 25.6%増）、経常利益 319 百万円（同 32.3%増）、四半期純利益 305 百万円（同 23.2%増）となった。

第 3 四半期累計期間における通期会社計画に対する進捗率は、売上高で 60.8%、営業利益で 64.2%であった。同社によれば、セグメント別には電子・通信用機器事業が想定を上回って推移しており、太陽光システム販売事業は計画通りであるが、第 4 四半期に売上・利益が偏重する傾向がある。太陽光システム販売事業のリスク要因として、顧客の発電所建設において、需要旺盛のために変圧器（トランス）の供給が追いつかず、納期の遅れから、売上が期ずれする可能性も想定されるが、全体としては、会社計画の想定線で推移しているという。

セグメントの業績は、以下の通りである。

電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による通信トラフィック増加対策、不感知対策における基地局設備投資が増加したこと、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資が緩やかに継続したことから、売上高は 2,235 百万円（前年同期比 2.7%減）となった。業務改善効果により、営業利益は 327 百万円（同 3.9%増）となった。

同事業の第 3 四半期累計期間における通期会社計画に対する進捗率は、売上高で 79.8%、営業利益で 144.8%と想定を上回るペースで進捗した模様。移動体通信事業者の設備投資需要が前年同期比で減少する見込みに対し、想定を上回って推移したことに加え、公共投資関連向けシステム製品の売上が増加した。また、Ace 社との業務提携によりコスト削減が図られたことで価格競争力が高まり、受注拡大に繋がったという（「電子・通信用機器事業」の項参照）。

太陽光システム販売事業

「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことにより、売上高 467 百万円（前年同期比 179.1%増）、営業利益は 32 百万円（前年同期は営業損失 29 百万円）となった。

太陽光発電所事業

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

当第 3 四半期連結累計期間において、山口県下関市において建設を進めてきたメガソーラー発電所が完成したことにより売電が開始され、当該発電所における売電収入が 2013 年 7 月から計上された。その他の太陽光発電所案件の初期費用等が先行したことにより、売上高 36 百万円（前年同期は売上計上なし）、営業損失は 21 百万円（前年同期は営業損失 3 百万円）となった。

旧セグメント区分の太陽光エネルギー事業（太陽光システム販売事業および太陽光発電所事業）の第 3 四半期累計期間における通期会社計画に対する進捗率は、売上高で 29.5%、営業利益で 4.1%であった。顧客が「グリーン投資減税制度」を活用するために、第 4 四半期に太陽光システム販売の売上が偏重する見込みであることに加え、建設中のメガソーラー施設を部分的に事業譲渡することも検討されていると SR 社は推測する。

> 同社は 2014 年 3 月期より、旧「太陽光エネルギー事業」を「太陽光システム販売事業」と「太陽光発電所事業」に区分している。

純資産等

2013 年 10 月に第 4 回新株予約権の行使が完了したことで、発行済株式数は 2013 年 3 月末と比較し 3,000,000 株増加し、13,753,000 株となった。当該新株予約権の行使、および四半期純利益の計上により、第 3 四半期における純資産は 2013 年 3 月期末と比較し、756 百万円増加し、2,507 百万円となった。

2014 年 3 月期第 2 四半期実績

第 2 四半期連結累計期間における売上高は、太陽光システム販売事業の売上高増加により、1,820 百万円（前年同期比 14.5%増）となった。売上高の増加に伴い、売上総利益は 547 百万円（同 35.7%増）となった。一方、人件費の増加を抑えたことで、販売管理費は 332 百万円（同 7.3%増）に留めた。売上高販管費比率は 18.2%と前年同期比で 1.2 ポイント低下した。

その結果、損益面は大幅に改善し、営業利益 215 百万円（前年同期比 129.2%増）、経常利益 218 百万円（同 163.0%増）、四半期純利益 190 百万円（同 108.7%増）となった。

セグメントの業績は、以下の通りである。

電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備投資は継続されつつも、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資は、緩やかに推移し、売上高は 1,382 百万円（前年同期比 2.5%減）となった。「高付加価値製品の販売促進」や「原価低減活動」により、営業利益は 187 百万円（前

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同期比 26.8%増）となった。

同社によれば、移動体通信インフラにおいては、スマートフォン普及に伴うトラフィック増加対策や不感知対策における設備投資が継続していること、補正予算などによる公共事業分野の需要が増加傾向にあることから、無線市場は堅調に推移して行くことが予測されるという。

太陽光システム販売事業

「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことにより、売上高 414 百万円（前年同期比 320.9%増）、営業利益は 47 百万円（前年同期は営業損失 22 百万円）となった。

太陽光発電所事業

当第 2 四半期連結累計期間において、山口県下関市において建設を進めてきたメガソーラー発電所が完成したことにより売電が開始され、当該発電所における売電収入が 2013 年 7 月からの 3 ヵ月間が計上された。売電収入に対し、 6 ヵ月分の固定費が発生したことに加え、その他の太陽光発電所案件の初期費用等が先行したことにより、売上高 23 百万円、営業損失は 13 百万円となった。同社によれば、下関市メガソーラー発電所については計画通り順調に売電しており、売上総利益も 50%を超える水準にあることから、2014 年 3 月期下期以降の収益貢献が見込まれる。

2013 年 3 月期決算実績

売上高は、3,671 百万円（同 18.2%増）となった。損益面については、営業利益 373 百万円（前年同期は 29 百万円の営業損失）、経常利益 374 百万円（前年同期は 23 百万円の経常損失）純利益 339 百万円（前年同期は 37 百万円の純損失）となった。

セグメントの業績は、以下の通りである。

電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備の投資回復、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資再開に伴い、売上高は 3,155 百万円(前期比 31.1%増)、営業利益は 374 百万円(前期比 497.4%増)となった。

太陽光エネルギー事業

2012 年 7 月の「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことで、売上高は 486 百万円（前期は売

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

上高 19 百万円)、営業利益は 41 百万円（前期は営業損失 24 百万円）となった。

バイオマスエネルギー供給事業

売上高は 74 百万円(前期比 89.0%減)、営業損失は 30 百万円(前期は営業損失 47 百万円)となった。連結子会社であったバイオエナジー・リソーシス株式会社の破産申立てにより、本事業から撤退した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

損益計算書

損益計算書 （百万円）	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
売上高	**2,803**	**2,640**	**3,106**	**3,672**	**4,171**
前年比	-34.8%	-5.8%	17.7%	18.2%	13.6%
売上原価	2,412	2,314	2,516	2,623	2,973
売上総利益	**392**	**326**	**590**	**1,049**	**1,198**
売上総利益率	14.0%	12.3%	19.0%	28.6%	28.7%
販売費及び一般管理費	619	612	619	675	721
売上高販管費比率	22.1%	23.2%	19.9%	18.4%	17.3%
営業利益	**-227**	**-286**	**-30**	**373**	**477**
前年比	-	-	-	-	27.8%
営業利益率	-8.1%	-10.8%	-1.0%	10.2%	11.4%
営業外収益	16	18	14	19	9
営業外費用	14	16	8	17	8
経常利益	**-224**	**-284**	**-24**	**375**	**478**
前年比	-	-	-	-	27.6%
経常利益率	-8.0%	-10.8%	-0.8%	10.2%	11.5%
特別利益	0	45	-	1	2
特別損失	346	109	7	0	0
法人税等	-1	3	6	36	44
税率	0.1%	-0.8%	-20.9%	9.6%	9.1%
当期純利益	**-570**	**-351**	**-37**	**340**	**436**
前年比	-	-	-	-	28.5%
利益率（マージン）	-20.3%	-13.3%	-1.2%	9.3%	10.5%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2009 年 3 月期

売上高は、4,299 百万円（前年同期比 7.1%増）、営業損失 68 百万円（前年同期は営業利益 118 百万円）。

電子・通信用機器事業部門において、800MHz 帯周波数再編対応に伴う携帯電話基地局に対する設備投資が一段落したことから、売上高が前年同期比 14.2%減少し、営業損失 162 百万円となった（2008 年 3 月期営業利益は 90 百万円）。レーザー機器事業部門は、売上高が前年同期比 356.0%増となったものの、営業損失 49 百万円（2008 年 3 月期営業利益 28 百万円）となった。

経常損失は 127 百万円（前年同期は経常利益 108 百万円）となった。当期純利益については、ハードディスク製造関連装置を手掛ける子会社の整理に伴う減損損失等 239 百万円によって、当期純損失 408 百万円（前年同期は当期純損失 408 百万円）となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2010 年 3 月期

売上高は、2,803 百万円（前年同期比 34.8%減）、営業損失 226 百万円（前年同期は営業損失 68 百万円）となった。

電子・通信用機器事業部門は、携帯電話基地局についての設備投資が一段落したこと、防衛関連設備及び防災無線システム関連の公共投資削減に伴い、売上高は前年同期比 16.6%減、営業損失 292 百万円となった。レーザー機器事業部門は、2009 年 5 月に事業撤退を決定、売上高は 90 百万円、営業利益 2 百万円であった。

経常損失は 224 百万円（前年同期は経常損失 127 百万円）となった。当期純利益については、投資有価証券評価損 199 百万円、固定資産減損損失 135 百万円を計上したことに伴い、当期純損失 570 百万円（前年同期は当期純損失 408 百万円）となった。

2011 年 3 月期

売上高は、2,639 百万円（前期比 5.9%減）、営業損失 286 百万円（前期は営業損失 226 百万円）。

電子・通信用機器事業は、携帯電話基地局の設備投資の遅延、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資削減に伴い、売上高は 2,389 百万円（前期比 11.8%減）となった。バイオマスエネルギー供給事業は、売上高は 250 百万円となった。

経常損失は 284 百万円（前期は経常損失 224 百万円）となった。減損損失 95 百万円を計上したことに伴い、当期純損失 351 百万円（前期は当期純損失 570 百万円）となった。

2012 年 3 月期

売上高は、3,106 百万円（前期比 17.7%増）、営業損失 29 百万円（前期は営業損失 286 百万円）となった。

電子・通信用機器事業において、携帯電話基地局の設備投資回復によって、売上高は 0.7%増となった。原価低減および経費削減によって、利益率が改善した。バイオマスエネルギー供給事業は、2011 年 3 月期比で売上高が 172.3%増となったが、コストの増加により営業損失額はほぼ前年同期並みとなった。

経常損失 23 百万円（前期は経常損失 284 百万円）、減損損失 3 百万円および有価証券売却損 3 百万円を計上したことに伴い、当期純損失 37 百万円（前期は当期純損失 351 百万円）となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

過去の会社予想と実績の差異

期初会社予想と実績 （百万円）	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
売上高（期初予想）	3,389	3,110	2,980	3,378	4,504
売上高（実績）	2,803	2,640	3,106	3,672	4,171
期初会予と実績の格差	**-17.3%**	**-15.1%**	**4.2%**	**8.7%**	**-7.4%**
営業利益（期初予想）	139	191	22	69	493
営業利益（実績）	-227	-286	-30	373	477
期初会予と実績の格差	**-263.3%**	**-249.9%**	**-234.9%**	**441.1%**	**-3.2%**
経常利益（期初予想）	133	179	18	65	488
経常利益（実績）	-224	-284	-24	375	478
期初会予と実績の格差	**-268.7%**	**-258.8%**	**-233.0%**	**476.5%**	**-2.0%**
当期利益（期初予想）	133	179	13	60	449
当期利益（実績）	-570	-351	-37	340	436
期初会予と実績の格差	**-528.8%**	**-296.3%**	**-384.6%**	**466.3%**	**-2.8%**

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

過去の会社予想と実績の差異をみる限り、2009 年 3 月期から 2012 年 3 月期までは、黒字の会社予想に対し、実績は損失を継続した。

毎期初に黒字の会社予想を立てたが、実際には実効性の高い収益改善策が実行されなかったことで、実績が会社予想を下回る結果が続いたものと、SR 社は推測する。

2013 年 3 月期には、電子・通信用機器事業の業績回復に加え、太陽光エネルギー事業の貢献により、期初会社予想を大幅に上回る実績を達成した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

貸借対照表

貸借対照表　（百万円）	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
資産					
現金・預金	665	493	56	390	1,764
売掛金	915	663	864	1,345	1,112
たな卸資産	275	328	299	328	347
その他	63	45	74	52	197
流動資産合計	**1,918**	**1,530**	**1,293**	**2,114**	**3,421**
建物	132	94	80	87	114
工具、器具及び備品	36	5	1	58	87
減価償却累計額	997	959	899	884	908
有形固定資産合計	**295**	**205**	**133**	**564**	**718**
投資有価証券	69	23	8	14	19
その他	20	7	9	13	19
投資その他の資産合計	**89**	**30**	**18**	**27**	**38**
ソフトウエア	25	-	-	1	19
その他	14	-	-	-	12
無形固定資産合計	**39**	**-**	**-**	**1**	**31**
固定資産合計	**423**	**235**	**150**	**593**	**788**
資産合計	**2,341**	**1,766**	**1,445**	**2,709**	**4,210**
負債					
買掛金	443	430	364	386	474
未払金	39	31	48	108	86
短期有利子負債	433	203	30	40	323
その他	111	220	156	173	247
流動負債合計	**1,026**	**884**	**598**	**708**	**1,130**
長期有利子負債	67	-	-	151	294
その他	86	83	85	100	148
固定負債合計	**153**	**83**	**85**	**251**	**442**
有利子負債（短期及び長期）	500	203	30	192	618
負債合計	**1,179**	**967**	**683**	**959**	**1,572**
純資産					
資本金	1,102	1,102	1,102	1,387	1,625
資本剰余金	1,096	1,096	1,096	1,381	1,620
利益剰余金	-983	-1,335	-1,372	-991	-555
少数株主持分	-	-	-	-	-
純資産合計	**1,162**	**799**	**761**	**1,751**	**2,638**
運転資金	747	562	800	1,287	986
有利子負債合計	500	203	30	192	618
ネット・デット	-165	-290	-26	-198	-1,146

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

資産

資産のうち、大きなものは売掛金で、2013 年 3 月期は総資産の 50%を占めた。売上債権回転期間は 2009 年 3 月期から 2012 年 3 月期まで、3 か月前後で推移したが、2013 年 3 月期に 4 ヵ月を超える水準となった。これは、電子通信機器事業及び太陽光エネルギー事業の売上高の増加によるものである。

業績低迷により、減損損失を継続的に認識したため、有形固定資産は 2009 年 3 月期の 451 百万円から 2012 年 3 月期には 133 百万円にまで減少した。2013 年 3 月期には下関メガソーラー発電所の建設仮勘定が計上されていること、電子・通信用機器事業において 97 百万円の設備投資を行ったことで、有形固定資産は 564 百万円に増加した。

負債

負債の中心は買掛金であり、2013 年 3 月期は負債合計の 40%を買掛金が占めた。買掛金回転期間は 2009 年 3 月期の 1.3 ヵ月から 2011 年 3 月期には 2.0 ヵ月まで長期化した。現金・預金、有利子負債も減少していることから、資金繰りに窮して、支払期間を延長していたと SR 社は推測する。2012 年 3 月期以降は短期化し、2013 年 3 月期は 1.3 ヵ月となった。

有利子負債は 2008 年 3 月期 844 百万円から 2012 年 3 月期 30 百万円まで減少した。業績低迷により借入れが困難であったことから、長短借入金の返済、社債の償還が続き、借換えが行われなかったと SR 社は推測する。2013 年 3 月期に長期借入金 71 百万円、社債 80 百万円により、有利子負債は 5 期ぶりに増加に転じた。前向きな有利子負債削減努力の結果ではなく、借換えが困難であったことを理由に有利子負債依存度は低く、有利子負債から現金・預金を差し引いたネット・デットは、2013 年 3 月期はマイナス（現金・預金残高が有利子負債を上回る）の状態であった。

純資産

業績不振により、純損失を継続したことで、純資産は 2008 年 3 月期の 2,055 百万円から 2012 年 3 月期の 761 百万円まで減少した。利益剰余金は、2012 年 3 月期には-1,372 百万円にまで減少した。

2013 年 3 月期に純利益が黒字化したことで、利益剰余金は 5 期ぶりに増加した。資本金および資本剰余金は、2013 年 1 月に第三者割当増資（2,136 千株）および新株予約権（権利行使による増加する潜在株式数 4,843 千株に対し、2013 年 3 月期中に、権利行使により 1,843 千株が増加）を発行し、増加した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2013 年 3 月期の自己資本比率は 63.4%と財務体質は健全に見える。ただし、有利子負債による資金調達が困難であったこと、業績の低迷により運転資本が減少したこと、2013 年 1 月の資金調達の結果である。実際は、2013 年 3 月期に 5 期ぶりの営業黒字、6 期ぶりの純利益の黒字を達成し、業績改善途上にある。

キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書（百万円）	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
営業活動によるキャッシュフロー (1)	-1	68	-332	36	764
投資活動によるキャッシュフロー(2)	12	93	77	-454	-265
FCF (1+2)	**11**	**162**	**-255**	**-418**	**499**
財務活動によるキャッシュフロー	**-82**	**-299**	**-168**	**783**	**875**
減価償却費及びのれん償却費 (A)	76	20	14	22	84
設備投資 (B)	-22	-7	-12	-446	-254
運転資金増減 (C)	-120	-186	238	488	-301
単純ＦＣＦ (NI+A+B-C)	**-397**	**-152**	**-272**	**-572**	**568**

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

営業キャッシュフロー

営業活動によるキャッシュフローの主な構成要素は、当期純利益、減価償却費、のれん償却額、および運転資本の増減である。

2009 年 3 月期から 2011 年 3 月期まで営業キャッシュフローが純損失に減価償却費およびのれん償却額を加えた値を上回っている主な理由は、減損損失、投資有価証券評価損、および運転資本減少による。

2012 年 3 月期は純損失の改善にも関わらず、営業活動に伴うキャッシュフローが減少した理由は、売上債権の増加による。2013 年 3 月期の営業活動によるキャッシュフローは、当期純利益の黒字化にも関わらず、太陽光発電システム事業の売上拡大に伴う売上債権増加により、36 百万円であった。

投資キャッシュフロー

2012 年 3 月期までは投資抑制により、設備投資は 100 百万円を下回り、投資活動によるキャッシュフローは 2009 年 3 月期に 17 百万円のマイナスであったが、2010 年 3 月期から 2012 年 3 月期はプラスで推移した。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社は、2013 年 3 月期に設備投資を活発化し、有形固定資産および無形固定資産の増加額は 455 百万円となった。内訳は、電子・通信用機器で 97 百万円の増加、太陽光エネルギー事業で 352 百万円の増加で、特に太陽光エネルギー事業において、下関メガソーラー発電所の建設に伴う設備投資が増加した。

財務キャッシュフロー

2009 年 3 月期から 2012 年 3 月期まで、有利子負債の返済が続いたことで、財務キャッシュフローはマイナスが続いた（貸借対照表の項参照）。

同社は、2013 年 1 月にメガソーラー発電所の建設資金として、第三者割当増資（2,136 千株）および新株予約権（権利行使による増加する潜在株式数 4,843 千株に対し、2013 年 3 月期中に、権利行使により 1,843 千株が増加）を発行した。その結果、2013 年 3 月期の財務キャッシュフローは、株式の発行による収入 554 百万円、新株予約権の発行による収入 47 百万円、長期借入れによる収入 170 百万円、社債の発行による収入 100 百万円により、783 百万円のプラスとなった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

その他情報

沿革

1968 年に創業、高周波無線技術のトップ企業として、創業以来高周波無線技術に特化してきた。2005 年以降、韓国企業の参入で競争が激化し業績が悪化した。幾度かの経営陣交代を経て、2012 年に現在の体制となった。

同社を理解するうえで重要な出来事として、2007 年以降の経営の迷走がある。2007 年、同社の経営改善のために、株主のジェイ・ブリッジ株式会社（現アジア・アライアンス・ホールディングス社、東証 2 部 9318）が株式の一部（14.7%）を所有していた会社（ジェイ・キャピタルマネジメント株式会社）の経営陣が、同社取締役に就任した。その後、当該取締役が社長に就任し、買収の失敗、ファンドへの出資、経営判断の失敗、および競争激化により、同社の業績は大きく悪化した。

上記の社長が 2009 年に辞任後、同社はアプライド・テクノロジーズ社および韓国多摩川電子といった不採算子会社を整理したが、電子・通信機器事業は 2009 年 3 月期から 2011 年 3 月期まで、売上減少により営業損失を計上した。その中で、2010 年 2 月に同社は第三者割当増資を実施し、144 百万円を集め、バイオマスエネルギー供給事業を開始した。しかし、同事業は 2011 年 3 月期から 2013 年 3 月期第 2 四半期まで営業損失を継続し、2012 年 3 月に法的整理された。

2011 年 6 月、小林正憲氏が電子・通信用機器事業の立て直しのために連結子会社多摩川電子社取締役に就任、2012 年 4 月に社長に就任した。同氏就任後に、海外の企業との競争激化により不採算となっていた案件の受注中止などの業績改善策を実行し、電子・通信用機器事業の業績は回復に向かい、2012 年 3 月期に営業黒字に転換した。

2012 年 2 月、福永節也氏（現連結子会社多摩川ソーラーシステムズ社代表）が太陽光事業の太陽光システム販売の新規参入のために、同社代表取締役に就任した。同氏就任後に、モジュールメーカーGPPV（本社：中国）と独占販売契約を締結、201 3 年 3 月期に、同事業は開始初年度から営業黒字でスタートした。

2012 年 4 月に同社大株主の意向により、同社立て直しのために桝沢徹氏が同社執行役員に就任、同年 6 月に同社代表取締役に就任した。着実に同社の収益力を高め、成長軌道に乗せるために固定価格買取制度により価格が保証されている太陽光エネルギー事業のメガソーラー発電所の運営に注力し、福永氏主導のもとで多摩川ソーラーシステムズ社および小林氏主導のもとで多摩川電子社の業績安定化を図る方針である。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

ニュース&トピックス

2014 年 1 月
2014 年 1 月 24 日、同社は株式分割について発表した。

同社によれば、2014 年 2 月 28 日を基準日、2014 年 3 月 1 日を効力発生日として、1 株につき 3 株の割合をもって分割するとのことである。株式分割前の発行済株式総数 13,753,000 株に対して、株式分割後の発行済株式総数は 41,259,000 株となる。

その他

SR 社では、同社社長の桝澤氏に対する係争・訴訟に関するリスクが、同社の業務遂行に影響を及ぼす可能性があると考えている。2013 年 12 月現在、桝澤氏はジェイ・ブリッジ社在籍時の医療ファンド事業に関連した損害賠償の被告として係争の結果、勝訴が成立しており、桝澤氏に対して提起されている訴訟はない。

また、同社は、インターネット上の書き込みによる風評被害を受けており、これに対し、民事、刑事両面での責任追及を始めとした信頼回復措置を求めていく方針である。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

大株主

大株主上位10名	議決権比率
マリリン・タン	17.5%
シービーエスジーバンクジュリアスベアシンガポールブランチ	10.9%
パーマン・ヤディ	7.4%
日本証券金融株式会社	4.6%
島貫 宏昌	4.5%
イーエフジーバンクアーゲーホンコンアカウントクライアント	3.5%
ユービーエスエージーシンガポール	2.9%
野村證券株式会社	2.8%
久保田　定	2.6%
新井　紀之	2.6%

出所：会社データよりSR社作成

（2013 年 9 月末現在）

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

企業概要

企業正式名称	**本社所在地**
株式会社多摩川ホールディングス	〒105-0013 東京都港区浜松町１－６－１５　浜松町プレイス１階
代表電話番号	**上場市場**
03-6435-6933	JASDAQ
設立年月日	**上場年月日**
1970 年 5 月 7 日	1999 年 8 月 31 日
HP	**決算月**
http://www.tmex.co.jp/index.html	3 月
IR コンタクト	**IR ページ**
	http://www.tmex.co.jp/ir-info.html
IR メール	**IR 電話**

主な連結セグメント（売上構成比）

電子・通信用機器	85.94 %
太陽光エネルギー	12.02 %
バイオマスエネルギー供給	2.04 %

（2013 年 3 月現在）

役員

代表取締役会長	福永　節也
代表取締役社長	桝沢　徹
取締役	小林　正憲
取締役	日下　成人
常勤監査役	上野　弘行
監査役	長濱　隆
監査役	黒澤　洵吉

（2013 年 6 月現在）

発行株式数（自社株式を含む）

13,183,000　（2013 年 9 月現在）

資本金

1,580,171 千円　（2013 年 9 月現在）

主要子会社

株式会社多摩川電子
株式会社ＧＰエナジー
株式会社多摩川ソーラーシステムズ

主要取引銀行

三井住友銀行
三菱東京 UFJ 銀行
りそな銀行
みずほ銀行
横浜銀行

従業員数（連結）	127 人
従業員数（単体）	10 人
平均年齢（単体）	38.6 歳
平均給与（単体）	6,742 千円

（2013 年 3 月現在）

監査法人

海南監査法人

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

会社概要

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

SR社の現在のレポートカバレッジは次の通りです。

アートスパークホールディングス株式会社
あい ホールディングス株式会社
アクリーティブ株式会社
株式会社アクセル
株式会社アパマンショップホールディングス
アンリツ株式会社
イオンディライト株式会社
株式会社イエローハット
株式会社伊藤園
株式会社インテリジェント　ウェイブ
株式会社インフォマート
株式会社エス・エム・エス
SBSホールディングス株式会社
エレコム株式会社
エン・ジャパン株式会社
株式会社オンワードホールディングス
株式会社ガリバーインターナショナル
キヤノンマーケティングジャパン株式会社
KLab株式会社
グランディハウス株式会社
株式会社クリーク・アンド・リバー社
ケネディクス株式会社
株式会社ゲームカード・ジョイコホールディングス
ケンコーコム株式会社
コムシスホールディングス株式会社
株式会社ザッパラス
サトーホールディングス株式会社
株式会社サニックス
株式会社サンリオ
Jトラスト株式会社
GCAサヴィアン株式会社
シップヘルスケアホールディングス株式会社
株式会社ジェイアイエヌ
ジャパンベストレスキューシステム株式会社
スター・マイカ株式会社
株式会社スリー･ディー･マトリックス
株式会社ダイセキ
株式会社高島屋
タキヒヨー株式会社
株式会社多摩川ホールディングス
株式会社チヨダ
DIC株式会社
株式会社デジタルガレージ
株式会社TOKAIホールディングス
株式会社ドリームインキュベータ
株式会社ドン・キホーテ
内外トランスライン株式会社
ナノキャリア株式会社
日進工具株式会社
日本エマージェンシーアシスタンス株式会社
日本駐車場開発株式会社
株式会社ハーモニック・ドライブ・システムズ
株式会社ハピネット
パナソニック インフォメーションシステムズ株式会社
株式会社バルス
ピジョン株式会社
フィールズ株式会社
株式会社フェローテック
フリービット株式会社
株式会社ベネフィット・ワン
株式会社ベリテ
株式会社ベルパーク
株式会社マックハウス
株式会社 三城ホールディングス
株式会社ミライト・ホールディングス
株式会社メディネット
株式会社モブキャスト
株式会社夢真ホールディングス
株式会社ラウンドワン
リゾートトラスト株式会社
株式会社良品計画
レーザーテック株式会社
株式会社ワイヤレスゲート

※投資運用先銘柄に関するレポートをご所望の場合は、弊社にレポート作成を委託するよう
各企業に働きかけることをお勧めいたします。また、弊社に直接レポート作成をご依頼頂くことも可能です。

ディスクレーマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。
本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。
SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与えうる利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

http://www.sharedresearch.jp
Email: info@sharedresearch.jp

株式会社シェアードリサーチ
東京都文京区千駄木 3-31-12
電話番号　(03) 5834-8787

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved